

# インドネシアにおける通貨・金融危機の再考（下）

—— 銀行部門の行動と短期資本移動規制の視点から ——

内 野 好 郎

## 目 次

### はじめに

1. アジア通貨危機の一般的な特徴
2. インドネシアにおける通貨・金融危機の実態
3. 銀行・金融危機の原因としてのダブル・ミスマッチ
4. インドネシアの銀行部門の状況（以上、第61巻第3号）
5. 最後の貸し手としての Bank Indonesia（中央銀行）の功罪
6. インドネシアにおける為替，資本，金融の自由化の歴史と背景
7. Bank Indonesia（中央銀行）に求められること

おわりに（以上、本号）

## 5. 最後の貸し手としての Bank Indonesia（中央銀行）の功罪

### （1）中央銀行の「最後の貸し手」機能

中央銀行の最後の貸し手としての概念は、バジョットが『ロンバード街』<sup>75)</sup>で述べたものである。Bank of England はパニックに際しては「非常に高い利率」を課しつつも「公衆が要求するかぎりどこまでも」信用を供与すべきであり、またそれを可能にするために平時においては十分な準備を維持しておくようにしなければならない<sup>76)</sup>。これは「バジョットの原理」とよばれる<sup>77)</sup>。野口<sup>78)</sup>によれば、この原理は次の4つの条件に要約できるとしている。

恐慌において、イングランド銀行が唯一の貸し手である。

恐慌に際してイングランド銀行が銀行救済のため、現金準備を供給する義務がある。

---

75) バジョット著 宇野弘蔵訳『ロンバード街』岩波書店、1984。

76) バジョットの理論は19世紀の古典的な中央銀行理論である。Bank of England は国家の金準備の所持者であり、銀行券と預金の発行者である。バジョットは金への兌換性を必須条件としていた。この理論が発展途上国の中央銀行の指針として、現在も議論されるのは、金の兌換性こそなくなったが、外貨準備という制約を抱えて通貨量を管理する必要性があるという点に、類似性があるからだと思われる。

77) 金井雄一『イングランド銀行金融政策の形成』名古屋大学出版会、1989、129頁。

78) 野口嘉彦「国際的な最後の貸し手機能とIMF」『立教経済学研究』60巻第4号、165頁。

イングランド銀行の貸出金利は、高率であるべきである。

イングランド銀行は、恐慌で身動きが取れなくなる前の初期段階で、恐慌の制御に取り掛かるべきである。

この原理が現代にそのまま当てはまる訳ではないが、外貨準備の制約の下で、中央銀行が如何に最後の貸し手としての機能を果たすべきか考える上で参考になる。

中央銀行の役割として、金融政策の目的として掲げられる物価の安定に加え、信用秩序の維持 = 「金融システムの安定」がある。経済が順調に推移している間は、中央銀行にある各銀行の当座預金の振替を通じて、債権債務は決済される。しかし、ある銀行の決済不能が取引関係のある他の銀行に伝播し金融システム全体を支払い不能に陥らせる問題が内在している<sup>79)</sup>。個別銀行が支払い不能に陥り、金融システムが不安を呈すると、中央銀行は信用の亀裂を修復し金融システムに安定をもたらすように、最後の貸し手 (Lender of Last Resort) として信用を供与する。

インドネシアの場合は、2. で見たとおり、IMF への趣意書に基づき、1997年11月1日に預金保険などのセーフティー・ネットもない状態で16行の閉鎖を決めた。この時点では、インドネシア中央銀行は最後の貸し手としての機能を果たさなかったともいえる。しかし、これが契機となり、その他の銀行に対して取り付けが始まり、各銀行が流動性不足に陥ると、今度は担保も取らず準備預金口座が貸越になっている銀行に資金の供給を続けたのである。最後の貸し手としての中央銀行の役割が正しく認識されていなかった点に問題があった。

最後の貸し手として重要なのは、流動性を供与されるその銀行がソルベント（支払い能力がある状態）なのかどうかという点である。しかし、これを流動性不足が判明した時点で判断するのは非常に困難である。常日頃から銀行をモニターリングする必要があるのは、このためである。またインソルベントな銀行を事前に退場させるルール作りも必要である。インドネシアの場合、銀行を退出させるためのルールがなかったし、元中銀総裁が述べている通り、スハルトが銀行の閉鎖に対して、社会不安を起こすことから反対していたという経緯があった。

## (2) 16行の閉鎖と流動性支援策としての中銀緊急融資 (BLBI)

預金保護に関する方針や銀行の撤退や再建のルールがないままに、16の銀行閉鎖が発表されたため、信用不安は他の銀行にもおよび、健全とされる銀行でも市場での資金調達ができなくなった。中央銀行は商業銀行の準備金口座の不足をカバーするために、最後の貸し手として中央銀行緊急融資 (BLBI = Bantuan Likuiditas Bank Indonesia) を行ったが、銀行システムに対する不安は払拭されず、この流動性支援の枠が97年12月時点の31兆ルピアから98年12月の段階で170兆ルピアに増額された<sup>80)</sup>。表11は1997年1月から1998年1月の間の民間商業銀行と

79) 高山洋一「中央銀行の性格規定」『現代金融と信用理論』大月書店、2006年。

80) Sukarela Batunanggar, "Indonesia's Banking Crisis Resolution Lessons and the Way

国営銀行のそれぞれ中央銀行への預け金（準備預金）と中銀借入れの月別残高推移である。民間銀行の場合、中央銀行への預け金は97年6月のピーク8兆1千億ルピアから97年12月には5兆6千億ルピアに減少した。一方で中銀借入れは危機発生直前の6月の6兆8千億ルピアから16行の閉鎖を発表した97年11月には24兆2千億ルピアに跳ね上がり、12月にはいったん15兆6千億ルピアに減少したが、翌月の98年1月には一挙に50兆6千億ルピアまで増加している。システムからの流動性の流出がいかに激しかったかを表している。当時あった238行中、146行が流動性支援を受けており、この事実はBLBIが選ばれた銀行に供与されたものではないことを示している。民間銀行から流出した預金の一部はタンス預金になる以外は、国営銀行と外国銀行に流れ込んだので（表12）、国営銀行の中央銀行への預け金、借入金とも残高の変動は少ない（表11）。

元中銀総裁はその著書のなかで、中央銀行が流動性支援を供与する合理性は何か、との問いに、システムの流動性のミスマッチに直面した銀行に対し、銀行部門が崩壊するのを防ぐために供与するファシリティーであることを強調している。しかし一方で氏は、1968年の中央銀行法の下では中央銀行は、政府の政策を実行する以外の行動はとれなかったとし、BLBIにつ

表11 中央銀行預け金、借入金推移

(単位10億ルピア)

年 月	民間商業銀行		国営銀行	
	Demand Deposit with BI	Borrowing from BI	Demand Deposit with BI	Borrowing from BI
1997. 1	4,646	5,109	2,547	5,255
2	4,890	5,352	2,578	4,843
3	5,030	5,570	2,953	5,534
4	7,642	5,797	4,194	5,195
5	7,716	6,666	4,449	6,713
6	8,117	6,810	4,289	7,096
7	8,028	7,305	4,141	6,434
8	5,688	11,689	2,706	6,760
9	7,018	14,392	4,239	8,254
10	6,693	19,158	4,664	6,772
11	5,911	24,264	4,891	6,972
12	5,674	15,661	5,094	4,930
1998. 1	4,884	50,648	5,750	6,590

出所：Bank Indonesia Monthly Report

表12 銀行グループ別預金のシェア

(%)

	1996年12月	1997年12月	1998年1月	1998年3月
国営銀行	36.0	42.8	47.7	46.6
民間銀行	55.2	45.4	38.4	39.9
合併銀行	1.7	2.4	3.0	2.8
外国銀行	4.1	7.2	9.3	9.2

出所：Bank Indonesia Annual Repot 97/98, p. 91 から作成

いての決定も、銀行を閉鎖させないで支援するとした政府の政策を実行するためのものであったとしている<sup>81)</sup>。

BLBI には15の異なったファシリティーがあり、これを5つのグループに纏めると、次のようになる。

流動性ミスマッチを解決するためのもの。

Discount Facility I 15 30日

Discount Facility 90 150日

公開市場操作における流動性支援、約束手形の割引

銀行救援のための流動性支援、問題ある銀行を合併等により再生させたための緊急融資、劣後ローン

取り付けににあってい銀行への支援、銀行部門と支払いシステムを守るため。

市場の信用を守るため、解散させる銀行の預金を支払うために、銀行から政府への貸付。危機以前は、 が使用され、通常の場合でも も使用された。

BLBI は緊急融資であったため、当初担保や保証を徴求しておらず、後に銀行の経営者からの個人保証や、担保を徴求することになった。その後、IBRA（銀行再建庁）がこの資金の回収を担当するが、その努力にもかかわらず、進捗は芳しくない。その理由は司法制度と破産法の不備が原因で、法的な破産処理が困難なこと<sup>82)</sup>、IBRA に担保提供した銀行の経営者が保有する企業グループの株式価値が毀損したことなどがあげられる。

なお銀行の全預金債務を政府が保証する制度が導入されたのは、98年の1月になってからである。

81) Djiwandono, "Bank Indonesia and the Crisis," Institute of Southeast Asian Studies, 2006, pp. 166-187.

82) インドネシアの場合、正式に抵当権を設定していても、債務不履行が生じて担保権を行使することは、司法制度に不備があり非常に困難である。

### （３）金利の引き上げ政策はルピア下落の歯止めになったか

表13は１ヶ月もののSBIの割引金利と為替レート（月末）の推移である。SBI金利と為替レートの相関関係をグレンジャーの因果性テストを使って計量分析した論文があるが<sup>83)</sup>、この結果によると、SBIレートが為替レートの変動に重要な影響を与えていないという結論になっている。この帰結は次に見るように当然と思われる。

為替レートを安定させるためには、どの位金利を引き上げればよいのであろうか。ルピア金利を引き上げることによって、為替レートを防衛できるかどうかを、カバーなしの金利平價説の式を見ながら考えるが、その前に一般に先物レートを出す場合のカバーつき金利平價説の式についてみると、次のようになる。例えば３ヶ月先のルピアのレートは  $E_{t+1} = E_t \{1 + (i_t - i_t^*) \times 3/12\}$  となる。先物でポジションをつくった場合は金利差によるコストがレートの中に含まれる。

しかし、こうして算出された先物レートは、３ヶ月後の予想レートや期待レートではないことを明確にしておく必要がある。このレートはその時々スポットレートが変動すれば変わるし、金利差が変動すれば変わる。またこの式は為替の建値は自国通貨建て表示、即ち、１ドル＝ $\times$  地場通貨で表され、しかも金利差が、自国の金利と例えばドル金利とどちらが高いかによって、直先のスプレッドがプレミアムになり、またディスカウントになる。

表13 金利と為替の関係

	SBI 金利 (%)	ルピアレート (1 US ドル)	外貨資産増減 (10億米ドル)	インフレ率 (年率%)
1997. 4月	10.625	2,433	0.83	5.06
5月	10.625	2,440	1.21	5.19
6月	10.250	2,450	0.20	5.09
7月	11.125	2,599	- 0.29	5.07
8月	30.000	3,035	- 0.16	5.71
9月	21.000	3,275	0.16	7.11
10月	20.000	3,670	- 2.96	8.80
11月	20.000	3,648	- 2.52	9.96
12月	20.000	4,650	- 2.15	11.60
1月	21.000	10,375	- 1.36	18.06
2月	22.000	8,750	2.86	31.73
3月	45.000	8,325	0.70	39.13

出所：97/98 Bank Indonesia Annual Report, p. 57 から作成

83) Sjöholm F and Tongzon J. Edt., "Institutional Change in Southeast Asia" Curzon, 2005. Chapter 4, pp. 81-84.

仮にドル円はドル金利のほうが円金利より高いので、先物のレートはディスカウント、直物に比べて、円高になる。円金利が上がれば、ディスカウント幅が減少するので、先物レートは円安に動く。ドル・ルピアの場合はルピアの金利が高いので、スワップコストはプレミアムとなり、ルピア金利が上がれば、それだけ先物レートはルピア安になる。ルピア金利が上がれば、先物もルピア高になるのではと思うかもしれないが、そうではない。これは先物レートを算出するための技術的な問題である。ルピアで高金利で運用する分、先物でカバーすると、為替レートがルピア安になって、裁定が行われる。

これが、カバーなしの金利平価の公式になると、意味合いが異なる。この場合は、期待為替レートを所与のものとして、国内金利が上昇した場合に、直物レートは数値が小さくなり、ルピアが強くなると読むのである。

$E_{t+1}^e = E_t\{1 + (i_t - i_t^*)/n\}$  (但し国内利子率を  $i_t$ 、海外利子率を  $i_t^*$ 、 $t+1$  期の期待為替レートを  $E_{t+1}^e$ 、現時点の為替レートを  $E_t$  とする。) 一期間は 1 年の場合は  $n = 1$ 、3 ヶ月の場合は  $n = 4$  とする。この式から海外金利が一定の場合、国内金利を高くすると、為替レート  $E_t$  は小さくなり、ルピアレートは強くなることがわかる。

それでは次に、なぜ、3 ヶ月先の為替レートが例えば 100% も下落すると予想できるのか。

期間 1 年として上記式を書き換え、 $\beta$  を加えると次のようになる。

$$\frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} = i - i^* + \beta$$

この式は為替の変化率は金利差と  $\beta$  (リスクプレミアム) によって決まるということを表している。 $\beta$  が大きくなると、 $E_{t+1}$  が大きくなる (ルピア安になる) というのをこの式は表している。 $\beta$  のなかには、政治的不安要素、為替安がインフレを呼び、インフレがさらに為替安をもたらすのではない、このままでは生産がストップしてしまうのではない、債務不履行がおきるのではない、といったあらゆるリスクが織り込まれる。将来に対する不確実性が高くなると、為替の期待減価率も高くなり、金利を相当程度上げなければ、為替投機意欲を削ぐことは難しくなる。金利は為替レートの決定要因のごく一部でしかないのである。しかも、カバーつき金利平価式を応用したカバーなしの金利平価の公式で、金利と為替相場を関係を表わすのは、実際に不備がある。金利差がこの式によって為替レートに反映するのではなく、為替レートを本来、金利差の関数として表わさなければならない。不確実性が高い場合は实体经济への影響を考えると、金利引き上げの為替レートに与える効果は限定的といえるし、高金利により、経済が停滞すると思われる、資本の流出が加速するという要素もあるからである<sup>84)</sup>。

84) カバーなしの金利平価式を  $(1+i) = E_{t+1}^e/E_t(1+i_t^*)$  と表し、デフォルトリスク  $\delta$  やリスクプレミアム  $\nu$  を組み入れた式を次のように表している場合もあるが意味するところは同じである。

$$(1+i)(1-\delta) - \nu = E_{t+1}^e/E_t(1+i_t^*)$$

## 6. インドネシアにおける為替、資本、金融の自由化の歴史と背景

### （1）為替、資本、金融取引の自由化の歴史的素地

約300年にわたるオランダの植民地時代を経験し、宗主国による搾取が激しく1945年に独立を宣言した時点では資本蓄積の水準は低かった。スカルノ政権は経済復興のため、再度植民地化を図ろうとするオランダ軍と戦いながらオランダ企業を国有化し、プランテーション農業と石油鉱業事業を推し進めた。こうした背景により、その後も国軍が常に力を持つことになった。銀行についても同様で、現在中央銀行である Bank Indonesia の母体は、オランダ植民地時代のジャワ商業銀行を1951年に国有化したものである。

1960年代前半のインドネシア経済は、国营企業の生産減退によって、国家財政は危機的な状況にあった。しかし、緊縮財政と金融引き締めを行えば、国防予算も削減しなくてはならず、それでは国軍の支持が得られない。そこで、スカルノ政権は1963年9月マレーシアとの対決を宣言し、国内のイギリス資産の接収を表明した。これに対し IMF とアメリカはインドネシアへの経済援助を停止した。歳入の減少もあり、国家予算の50～70%を軍事費が占め、経済は危機的な状態に陥っていた。打開策として工業化を図るため輸入代替政策<sup>85)</sup> がとられたが、遅きに失した感があった。

1965年のクーデターでスハルト政権が成立し、いわゆるニュー・オーダーと呼ばれる体制が成立した。60年代前半の国際社会からの孤立政策の影響で、1965年には25億ドルの利払いが不履行になり、12月には中央銀行は信用状の決済ができなかった。1966年の債務の支払いは530百万ドルと推定されたが、公式な外貨収入は430百万ドルしかなかった。生産に必要な原料が輸入できず、生産は縮小した。複数の為替レート制と貿易制限が非合法の貿易を生みだし、外貨は政府の手に入らなかった。こうした事態にスハルト政権は国際的な援助を活用して、債務のリスケジュールを図るとともに、貿易制限を廃止した。1966年以降69年まで貿易の自由化に

---

なおドルを買おうとするときは必ず、ルピアを借りてくるか、預金を取り崩してこなければならない。同様にルピアを買おうとするときはドルを借りてくるか、ドル預金があればそれを取り崩してこなければならない。例えばわかりやすいドル円の為替取引を例にとる。ドルを110円で1百万ドル売って、1年後に為替レートが100円になり、買い戻した場合、 $1\text{百万ドル} \times 100\text{円} = 10\text{百万円}$ 差益が出たと考えてはいけい。ドルを売るにはドルを借りなければならない。買った円は預金をしていても、ドル金利が例えば4%、円金利が1%ならば金利差3%のコスト（ $30\text{千ドル} \times 100\text{円} = 3\text{百万円}$ ）を差し引かなければならない。金利差以上に為替が変動すると思われるときに投機筋はポジションをつくるのである。

85) 輸入代替型工業政策とは、輸入に対して国内産業保護のため、高い関税障壁・数量統制などを用いて規制し、その結果保護された国内市場に対して、自国企業による生産を次々に開始させながら、従来輸入依存していた製品を国内生産によって代替していこうとする政策である。（郭洋春『アジア経済論』中央経済社、1998年9月、100頁。）



向けた改革が行われ、1970年には為替レートも統一され、輸出は1969年から72年の間に4倍に増加した。69年以降のインドネシアの国際収支は石油、ガスの輸出がその他の経常収支の赤字を補っていたが、不足部分は多額の公的対外債務で賄った。インドネシアの経済と国際収支はその後2度にわたる石油危機とブームによって大きく影響を受けた。1978年から80年にかけて石油価格は上昇し経常収支は初めて黒字化した<sup>86)</sup>が、その後82年から84年にかけての石油価格の急落とともに82年以降再度経常収支は赤字となり、歳入の減少とルピア売りの圧力から外貨準備の枯渇に直面した<sup>86)</sup>。82年184億ドルであったインドネシアの石油ガスの輸出が86年には83億ドルに減少している<sup>87)</sup>。政府はこうした事態に対処するため、従来の輸入代替型の開発戦略から本格的な輸出志向型の工業化戦略への転換を図った。一般的に自国製品に競争力がつき、国内市場が飽和状態になるところで、輸入代替政策から輸出を増大させる政策に転換する。インドネシアも例外ではなかった。

輸入代替政策から輸出志向型工業化政策に転換していくためには、諸々の経済改革が必要である。輸出競争力をつけるために政府の財政赤字を削減し、国内インフレを抑える必要がある。輸出志向型工業化政策とは、工業製品の輸出を促進することにより、工業化を達成しようとする政策であるので、既存の世界経済システム＝自由貿易体制に積極的に参画すべく、国民経済の構造もそれに合わせて変えていかなければならなかった。具体的な政策としては、輸入の自由化、輸出促進策、財政金融政策の活用、外資の積極的な導入が行われた。先進国の高度な技術を生かした製品を途上国の廉価な労働力によって安価に生産することが試みられた。こうした一連の経済政策の下では金融、資本の自由化を受け入れる必要があった<sup>88)</sup>。

インドネシアは1970年代の初めに、既に為替管理が自由化され、為替取引は原則自由であった<sup>89)</sup>。これは実に日本より20年以上先行していた<sup>90)</sup>。これをいま少し客観的にみると、いわゆる「自由化の順序」に、日本とインドネシアの間に差があったということになる。日本の場合、貿易や対内投資の自由化が1960年代半ばから70年代を通して実施されたのに対し、金融制度の自由化は10年遅れて実施された。これに比べて、「インドネシアは日本が戦後20年かけて順次

86) Hill, Hay, *The Indonesian Economy Since 1966*, Cambridge University Press 1996.

87) Jomos K. S. Edt., *After the Storm*, Singapore University, 2004, Chapter 4, p. 105.

88) 郭洋春 前掲書、90頁を参考。なお宮本健介『概説インドネシア経済史』有斐閣、2003年5月、280頁によれば輸出志向工業化とは、「規制緩和・外資導入・輸出製造業育成を三位一体とする開発戦略の採用であり、外資の全面的受入れと輸出主導による経済成長の追及である。」とされる。

89) 石見徹「インドネシアの金融制度改革」『経済学論集』第63巻4号、1998年1月、5頁によれば、「制度的に資本取引が自由化されていても、この国に対する国際的信認が低い段階では民間資本の流入は期待できなかった、という現地の経済学者がいる。」とのことである。

90) 日本で事前許可・届出制が完全に廃止されたのが1998年であったことを思うと、届出もなく自由に海外送金ができ、またルピア紙幣をドル紙幣に街中で自由に交換できることはインドネシアに赴任して最初の驚きであった。



行ってきた改革を一挙に強制された<sup>91)</sup>」ことになる。

インドネシアの為替制度は、1978年に米ドルとのリンクを廃止して以降、管理フロート制をとっていた。97年の通貨危機以前も78年11月、83年3月、86年9月と3度にわたり大幅なルピアの切り下げを経験していた。87年以降は、輸出競争力維持の観点から、毎年インフレ率に合わせて、緩やかにルピアを切り下げる政策をとり、実質実効レートの維持を図った。危機以前、インドネシアではルピアの対ドル為替相場がインフレ率に相当する一定の率で減価するクローリング・ペッグ制がとられていた。タイで通貨危機が始まった時、インドネシアの経常収支の対GDP赤字幅は、タイに比べれば決して悪くなく、為替レートにしてもインドネシアでは常に「ガス抜き」がなされているので、この点からして、大丈夫だと現地では言われていた。

直接投資についてみると、1965年に誕生したスハルト政権の下で、1967年に外国投資法<sup>92)</sup>が制定され、当初外資導入が積極的に進められた。しかし70年代に入って民族資本育成策がとられ、外資導入は制限的になった。80年代前半に入って、石油価格の下落を経験したことから、天然ガス、石油に依存する体制からの脱却を図るため、再び直接投資を呼び込み成長を志向する戦略に転換されたが、他のアセアン諸国と比べると外資導入には慎重であった。1992年には条件付で100%外資が認められたものの、危機以前は100%外資の認められる業種は限られていた。

## （2）資本自由化のメリットとデメリット

一般に新古典派の経済理論では、資本が国際的に自由に移動することは、国際的な規模で資本の効率的な配分がなされ、世界経済の成長・厚生を高めると考えられていた。投資国の投資家にとってもリスク分散が可能になり、一方国内貯蓄の不足が成長のネックになっているような開発途上国にとっても、資本の流入の恩恵は大きいとされている。しかし、国際的資本の自由な移動は、国内の金融政策や為替政策の運営を時に困難にし、通貨危機、金融危機、経済危機の原因ともなる。また経済学では「資本」一般について述べられており、その種類によっての功罪はあまり検討されていない。資本取引自由化の功罪、規制の具体的な方法を考察する場合には、特に直接投資、間接投資、長期資本、短期資本、エクイティー投資、銀行貸付等、その資本の性格に沿った資本の流入のメリットとコストなどまでに議論を詰めていく必要があると考える。例えば、短期資本の動きは景気増幅的な性質を持つが、特に小国において顕著である。資本は投資案件のキャッシュフローに合ったものでなければ却って有害であるということを銘記すべきである。

本論で取り上げているのは、短期資本の移動の自由がもたらす攪乱性の問題である。インド

91) 石見徹，前掲書，56頁。

92) 1967年1月10日 Law No.1/1967，14章31項からなっている。

表14 自由化の歴史

年・月	項 目
1967年 1月	外国投資法施行 外資導入策推進 Law No. 1/1967
1970年 4月	複数为替相場制から単一為替相場制へ移行
1972年	平価切下げ, 外国為替管理自由化
1978年11月	50%平価切下げ ドルベッグ制からバスケット制へ移行, 管理フロート制へ
1983年 3月	ルピア, ドルに対し38%切り下げ
1983年 6月	預金, 貸出金利の自由化を中心とした第一次金融の自由化
1986年 9月	ルピア, ドルに対して45%切り下げ
1988年10月	第2次金融の自由化 民間銀行の設立自由化, 外国銀行による合併銀行設立の自由化
1993年 3月	ルピア, ドルに対して28%切り下げ
1997年 8月	バンド制を廃止し変動相場制へ
1997年 8月	国内銀行と非居住者とのスワップ取引に天井を設定
1997年10月 8日	IMF に金融支援要請
1998年 5月21日	ジャカルタ暴動, スハルト退陣
2001年 1月	資本規制強化 PBINO. 3/3/PBI/2001
2005年 7月	2001年 1月の資本規制を更に強化 No. 7/14/PBI/2005

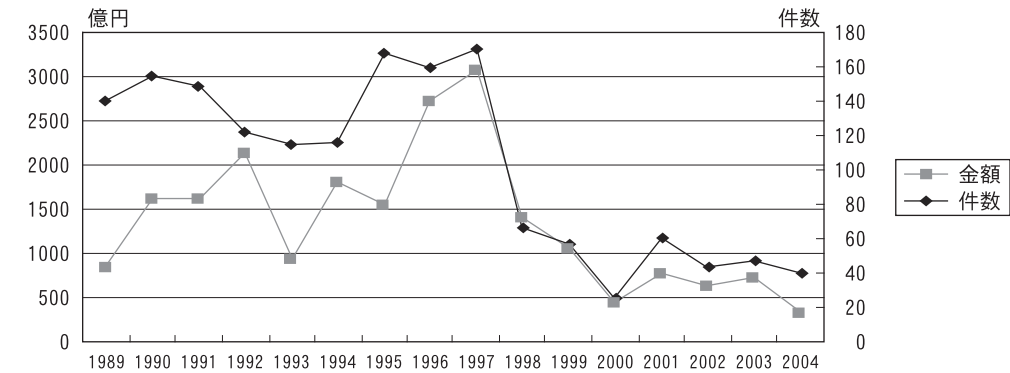
出所：各種資料から筆者が作成

ネシアは人口2億1,500万人、国土は日本の5倍の大国である。しかし、すでに見た過去の歴史もあり、その経済規模は小さく、一人当たりの国民所得は日本の1/40である。インドネシアの通貨危機も、日本で言えば「りそな」一行に投入した公的資金で、全行の不良債権を処理することができる。この規模の経済に、短期の利鞘を求める短期資本が自由に流出入したらどうなるかは、火を見るよりも明らかである。

### (3) 資本流出規制のデメリットとメリット

一方で資本流出規制のデメリットは資本の流入も実質的に妨げてしまうことになる恐れがある点である。マレーシアやインドネシアのように外国の資本と技術力に依存しなくてはならない国にとって、資本流出規制の導入は外国資本の不信感を高め、資本流入不足が長期的な経済成長の妨げとなる危険性もあった。したがってマレーシアの場合は、資本の内容によって細かく対応を分けたが、それは当然のことであった。国内経済の安定にとって問題であるのは短期間に攪乱的に流出入する資本である。直接投資に関しては、利子、配当の送金が保証されなければ、今後直接投資の流入も妨げられるのが眼に見えているので、マレーシアでは直接投資はポートフォリオ投資と別扱いとなり、利子、配当金、売却益および資本をいつでも海外送金することが許容された。実際にマレーシアの場合は、資本流出規制の導入によって、為替レート

図4 日本からインドネシアへの直接投資の推移



出所：財務省ホームページ統計資料「対外及び対内直接投資状況」をもとに作成

を固定することにより、通貨ミスマッチのもたらす問題を解決した。また金融緩和政策によって国内金利は大幅に低下し、輸出増加にも助けられて経済は回復し、外貨準備も増加し、株価も上昇したことをみると、一定の効果があったといえる。

一方のインドネシアが、本格的な資本の流出規制を導入せず、変動相場制に移行し、経済の落ち込みを酷くしたことで対照であった。

またその後の直接投資の動きも、皮肉なことに、マレーシアではネット、プラスで推移しているのに対し、インドネシアはマレーシアほど厳格な資本規制を取らなかったにもかかわらず、直接投資の流入はネットでマイナスになっている。日本からの直接投資も図4が示すとおり通貨危機後、大きく落ち込んだままである。これには、政治的な不安定性や、30年以上続いたスハルト政権崩壊後、民主化の動きにより労働争議が頻発した点、投資環境が悪化したことの影響も大きかったとみられる。メガワティ政権になってからも汚職や行政の非効率の問題は改善しておらず、これが直接投資の低迷の背景になっている。短期資本の移動には規制をかけるが、直接投資を受け入れる環境を整備し優遇するという姿勢は、どのアジア諸国でもとられている政策である。

## 7. Bank Indonesia (中央銀行) に求められること

### (1) 中央銀行の独立性とコンプライアンスの強化

インドネシアにおける銀行危機の原因として金融部門の脆弱性が上げられるが、その一つは中央銀行の独立性の欠如である。中央銀行に独立性を付与する動きは、1998年5月にハビビ大統領が中央銀行総裁を閣僚から除外したときから始まった<sup>93)</sup>。法的には1999年に中央銀行法

93) 実際には1998年の1月5日のIMFとのLOI(趣意書)でもBIに独立性を与えることは、述べら

が改正され、中央銀行は政府やその他のものからの干渉から自由であり、独立した国家機関であることが明示された。この改正により、金融政策の決定権は、中央銀行である Bank Indonesia (BI) に付与された。一方、2004年に改正された新中央銀行法では、BI から銀行監督権限を引き離し、独立の銀行監督機関をつくるという方針は決まっているが、未だに実現していない。

BI のガバナンスの欠如が通貨・銀行危機を深刻化させたとも言われている。流動性の支援策にしても、誰が決定する権限を持っていたのか、適切な対応であったのかが、問題になった。こうした反省から、政府と中央銀行は Emergency Finance Facility を設けることで合意した。このファシリティーは、システム上重要な、流動性に問題のある銀行に供与されるが、供与を受ける銀行は一定レベルの健全性を維持していなければならない。この BI の最後の貸し手 (LOLR) 機能は2つのカテゴリーからなる。1つは通常の事態、もう1つは非常事態あるいは、危機の事態のものである。Act No. 23, 1999とそれを修正した Act No. 3, 2004によって、中央銀行は通常時と、非常時に商業銀行の流動性の困難を解決するために、その最後の貸し手としての資格で融資をするということになった。短期のファシリティー (FPJP) はオーバーナイトの流動性問題を解決するための、通常時のファシリティーであり、流動性のある価値の高い担保を必要とし、金利も高く設定される。緊急のファシリティー (FPD) はシステムリスクを引き起こすような重要な銀行、しかも支払い能力のある銀行に供与され、財務大臣と中央銀行総裁が共同で決定する。透明性を高め、モラルハザードを防ぐために、次の明確な条件がつけられる<sup>94)</sup>。

銀行がシステム上のインパクトを伴う、流動性の困難に面していること。

銀行は CAR (自己資本比率) が5%以上あること。

流動性の高い担保を提供することを保証する。

流動性の困難を解決するための行動計画を提出すること。

週ごとに進捗を報告すること等が要求される。

1997年の通貨危機の対応の反省から、中央銀行が最後の貸し手機能を果たすための条件と権限が明示され、またその決定は財務大臣と中央銀行総裁の両者が協議し決定することになり、透明性は増した。

---

れていた。しかし IMF からの融資の Conditionality を政府が受入れた時点で、中央銀行の独立性が損なわれることを忘れてはならない。1998年2月にインドネシア政府が民間銀行の預金・債務を保証する制度が発表になった際、銀行の役員が IBRA に対して個人保証を差し入れることを要求された。合併銀行の場合は、この制度に馴染まないもので例外とするよう合併銀行団として中銀の理事に申し入れ、一定の理解を得られたが、ジャカルタにきている IMF のスタッフにも申し入れるようアドバイスを受け、ホテルに滞在中の IMF スタッフと面談したということもあった。

94) Bank Indonesia, "2005 Economic Report on Indonesia," 2005, p. 159.

しかし、中央銀行総裁であった Sabirin Syahril が Bank Bali 事件<sup>95)</sup>に関連して逮捕起訴された事実もあり、中央銀行自体の企業統治（ガバナンス）の更なる強化が必要である。中央銀行の透明性が近年各国で強く求められている。Dincer, Eichengreen<sup>96)</sup>は各国の中央銀行の透明性を指数化した。インドネシアは1998年には3.0であったものが年々改善し2005年には8.0（東南アジア5カ国の平均は7.5）になっている。これは制度面での改革の進展の表れである。

銀行システムを強化する動きとしては、2004年1月に“Indonesia Banking Architecture”（API）が発表され、銀行システム強化に向けた金融制度の改革の指針が示された。その中の一つが、1998年に導入されたブランクettボンド（包括保証）制度を2005年に廃止し、預金保険制度に移行する計画であった。2005年9月22日から2006年3月21日までは銀行間融資を除いて全額保証、2006年3月22日から2006年9月21日までは限度額50億ルピアまで保証、2006年9月22日から2007年3月21日までは、10億ルピアまで保証、そして、2007年3月22日以降は保証限度を1億ドルに引き下げた。これにより、取り付け騒ぎなどが起きないかと心配されたが、今のところ、預金者の間に不安はないようである<sup>97)</sup>。民間商業銀行の不良債権処理は進み、ドルのインターバンク・マーケットも機能している。但し1ヶ月超のルピア資金のマーケットは活発ではない。これは資金がSBIに流れているからである。不良債権比率については、国営銀行の比率が2001年末の7.27%から2006年7月には16.27%へと上昇したが、これは債権の分類基準が厳しくなったためとも言われている。最近では、BNI等の大手の国営銀行宛のドル建ての短期のシンジケーションローンがLibor + 1%以下で組成されている。外為商業銀行の不良債権比率は2001年末の10.33%から2006年7月には3.99%まで下がっている。

APIはインドネシア経済を安定成長させるためには、効率的で安定した金融システムが必要との考えから、将来的に、銀行を2～3行の国際的な銀行、数行の国内銀行、ある特定の分野を専門とする銀行に再編しようという計画を打ち出した<sup>98)</sup>。2004年12月からは、中央銀行はCAMELに基づく報告や四半期ごとに3年計画のビジネスプランの提出を銀行に求め、銀行に対する監督を強めている。新BIS規制も2008年から段階的に導入される予定である。

---

95) Bank Bali 事件は、同行が閉鎖された銀行3行に対して、3兆ルピアの債権をもっていたが、IBRAからこれらの債権の保証履行を拒否された。その時、コンサルタント会社EGP社のジョコ、チャンドラ取締役が現れ、債権回収を請負い、1999年6月2日に9,040億ルピアが中央銀行から支払われた。このうちから5,500億ルピアが手数料として、EGP社に支払われたが、この資金がハビビ大統領の再選に使われたのではないかととの疑問がもたれ、中央銀行やIBRAの信頼性に疑問が投げかけられた。

96) Dincer N. Nergiz, Eichengreen Barry, “Central Bank Transparency: Where, Why and with What Effects?” NBER Working Paper 13003, 2007.

97) 筆者はブランクettボンドが廃止されることにより、外国銀行からの預金や貸出しが引き上げられるのではないかと懸念していたが、もともと、銀行や投資家は、この保証を安全な保証とは考えておらず、マクロ経済や個別銀行の状況を見て与信の判断をしていたため、外国銀行の行動に大きな変化はないようである。（現地合併銀行情報）

98) Bank Indonesia, “2003 Economic Report on Indonesia” pp.18-19.

このようにアジア通貨危機の経験を教訓として、制度面での改善は見られるが、今後そうした制度を適切に運用できるかどうかはBIにとっての課題である。

## (2) 投機的資本の流れを把握することの重要性

経済的なファンダメンタルズが健全であって、マクロ経済政策や構造改革が正しい方向に向かっていても、他の国や地域で発生した流動性危機の影響を受けやすい。予見できない投資家の行動によって起きる危機の伝播を完全に防ぐことは難しい。通貨危機を防ぐには、健全な経済的なファンダメンタルズの維持と適切な経済政策の運営が必要であるが、それだけでは十分条件ではなく、金融市場を守るために中央銀行がなすべき2つの重要なことがある。第一に流動性危機を引き起こす投機的な資金の実際の流れを十分に把握し、これらをモニターリングする仕組みを築くこと、第二に流動性危機に抵抗力のある市場のインフラ、実効性のある規制と監視システムを構築することである<sup>99)</sup>。

アジア通貨危機の経験からすると、為替レートが下落する4つの主なメカニズムがあった。

- (a) 非居住者による地場通貨の売りポジション
- (b) 非居住者による短期資金とポートフォリオ投資の引き揚げ
- (c) 居住者による資本逃避
- (d) 居住者の外貨借り地場通貨転ポジションのスクエアー化

これら、4つのメカニズムの詳細についてインドネシアの場合を中心に見てみよう<sup>100)</sup>。

### (a) 非居住者による地場通貨の売りポジション

地場通貨をオフショア・マーケットへ向ける(預金、ローン、外国為替スワップのような)道筋がある時、非居住者投機家が地場通貨のショート(売り)ポジションを取る危険性がある。例えば、通貨危機に先立って、タイ、マレーシア、インドネシアは非居住者による地場通貨の借入れに対し、規制がガイドラインを敷いていた。しかし居住者と非居住者間の外国為替スワップとオフショアの銀行による預金の取入れを許していた。投機家はこれらのルートを通貨攻撃に利用することが可能であった。筆者が聴取した邦銀のシンガポール支店の元ディーラーの話によると、インドネシアの国内銀行と非居住者間のスワップ取引の規制が厳しくなった2001年以前は、オフショア銀行がインドネシアの国内銀行に有する外国他店預け勘定をほぼ制限なく利用し、短期為替スワップにより、ルピアを調達していたとのことである。

### (b) 非居住者による短期資金とポートフォリオ投資の引き揚げ

99) Watanabe Kenichiro and others “The Effectiveness of Capital Controls and Monitoring: The Case of Non Internationalization of Emerging Market Currencies” Bank of Japan 2002を参考にした。

100) Ibid. で述べている(a)から(c)のルートに筆者経験から(d)が重要と思われ、これを付け加えた。



海外の投資家や外国銀行は海外借入れとポートフォリオ投資が制限されていない場合は、市場心理に重要な変化があった時、容易に資金を急速に引き上げることができる。例えばタイやインドネシアの流動性危機は外国銀行による急速なローンの回収が引き金となって起きた。危機以前にこれらの国は短期の銀行借入れを外貨準備以上に積み上げていた。マレーシアでは非居住者が巨額のエクイティーをもっていて、危機に際し国内資本市場からのこの資金の流出が為替レート下落に大きな役割を果たした。

（c）居住者による資本逃避

自国通貨の下落はその国あるいはその地域が外貨建て預金を規制していない場合に加速される。輸出者は自国通貨が下落する可能性がある時は決済と自国通貨への転換を遅らせ、輸入業者は逆にこれを早めるといったリース・アンド・ラッグズ取引を増やす。居住者は地場通貨をできるだけ早急に外貨預金に転換するかもしれない。海外への預金に規制がない国では、居住者が国内の金融システムに自信を失った場合に資本逃避もまた起きる。例えばインドネシアは外貨預金に対する規制はなかった。インドネシアの居住者は危機の際には外国銀行への外貨預金を増やした<sup>101)</sup>。これとは対照的にタイとマレーシアは外貨集中制度があり、居住者は外貨預金の開設を実質的に禁じられていた。

（d）居住者の外貨借り地場通貨転ボジションのスクエア化

例えば企業家や投資家がパニックに陥った後、暫くして落ち着いてから為替レートのオーバーシュートが収まるという現象がみられる。インドネシアの場合、実は外貨借りルピア運用していた企業家がデフォルトに陥らないための必死のドル買い・ルピア売りのカバーをとる努力をし、これが映じて為替レートが暴落したといえる。その後彼らが返済を諦めると、ドル買い・ルピア売り圧力の剃落から皮肉にも為替相場は戻るのである。投機筋の売りもあるが、返済のための実需に基づくルピア売り圧力が強かったこと<sup>102)</sup>、インドネシアの銀行へのドルの供給が信用上の問題から完全にストップし、外貨の供給ルートが塞がれてしまったことがルピア安のおおきな要因であった。

アジア通貨危機は、アセアン通貨のオフショア市場が相対的によく発展した段階で起きた。またこの危機はマクロヘッジファンドが世界中で活発な中で発生した。このためタイ、インドネシア、マレーシアにおいてはオフショア市場での自国通貨の取引縮小、あるいは通貨の非国際化を意図した規制が時期は異なるが随時導入された。これらの国は他の地域で発生した通貨危機が波及してくるリスクを防止する観点から、外国為替の監視を強めた<sup>103)</sup>。しかしインドネ

101) インドネシアは居住者も非居住者も外貨預金を持つことが許されている。(Annual Report on Exchange arrangements and Exchange Restrictions 2005, IMF)

102) (d) は (c) にも含まれるとも考えられるが、企業家の動きを投機家の動きと区別するために、(d) の要因を加えた。

103) これら 3 カ国がその後 2001 年から 2002 年に再発したアルゼンチン、ブラジルの通貨危機の影響を

シアの場合は次の(3)で見るとおり、これらの規制の導入が遅すぎたし、その監督も不十分だったといえる。

### (3) Bank Indonesia (中央銀行) が課した規制とその効果

6(1)でインドネシアにおける資本、為替、金融の自由化の歴史と背景をみたが、インドネシアは危機前に全く何の規制もしなかったという訳ではなかった。通貨危機発生以前、唯一の規制対象は非居住者へのルピア貸し金であった。また銀行のオフショアからの借入に対しては、1991年11月20日の「オフショア借入規制」(Regulation Concerning Commercial Offshore Borrowing)があったが、1997年3月26日にこの罰則規定がより厳しい内容に改定された。この規制の内容は その年に認められた外貨借入額の最低80%は輸出企業向けでなければならない。短期の貸し出しは自己資本の30%以内でなければならない、となっていた。厳しい罰則規定といっても、ペナルティを金銭で支払うことがその内容であった<sup>104)</sup>。民間企業の外国銀行からの借入については、規制がなかったが、国営企業や商業銀行が海外から借入れる場合は、中央銀行総裁と関連大臣によって構成される Commercial Offshore Loan Team (COLT) の事前承認を必要とした。外国為替商業銀行の期間2年超の海外からの借入に関しては、年間借入額が中央銀行から示された。2年以下のバイラテラル(2行間)の借り入れについては、中央銀行の承認は必要なかった。但しその場合でも、残高は自己資本の30%以内という規制があった。一年以内の貿易金融については、COLTの承認は不要であった。

危機発生後の1997年8月インドネシアでは非居住者とのスワップ取引の残高に天井を設定した。2001年1月に同規制を強化し、取引の必要を裏付ける取引のない非居住者との外貨のデリバティブ取引の上限を5百万ドルから3百万ドルへ引き下げ、国内銀行の非居住者向けのインドネシアの経済活動を支持するような取引の裏づけのないルピア送金の禁止等の追加規制を導入するなど、一連の措置(PBINo.3/3/PBI/2001)をとった。こうした規制を導入する理由として次のように中央銀行の2001年の年報に書かれている。

利用可能な資料によると、ルピアレートに対する圧力は、一部には非居住者がオフショアの金融市場でルピアを使った投機的な活動によるものである。このことは為替レートに減価の方向の圧力がかかり、ボラティリティーが高いときに、国内銀行の非居住者の他店預け勘定のルピア残高が増加していることに反映されている。

---

回避できたのも、こうした政策の成果とみる考えもある。

104) Bank Indonesia Annual Report 1996/97, p.10. オフショア借入の増加額は Bank Indonesia が銀行の実績をみて、毎年各銀行に割り当てた。2005年の中央銀行のオフショア借入れ規制によって、オフショアからの短期資金の調達自己資本の30%以内、1年超の長期資金の調達は全て中央銀行の承認が必要となった。

表15 主要経済指標

(% , ルピア)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
成長率	0.8	4.9	3.3	4.4	4.7	5.1	5.6
CPI インフレ率	2.01	9.35	12.55	10.03	5.1	6.4	17.11
SBI（1ヶ月）金利	12.15	14.5	17.62	12.93	8.31	7.43	12.75
経常収支/GDP	4.1	5.3	4.7	3.9	3.4	1.2	1.1
対ドル平均ルピアレート	7,850	8,438	10,255	9,318	8,572	8,940	9,713

出所：Bank Indonesia “Economic Report on Indonesia” 2005, 2006

しかしこうしたルピアを非国際化するための本格的な規制を導入したのは、通貨危機が起きてから3年半経てのことであり、遅すぎた感があった。

2005年8月にルピア相場は、通貨危機を連想させるような大幅な下落をみた。原因としては、国際的な原油価格の高騰や、アメリカの金融引き締めといった外的な環境の変化があげられている。国内的な理由としては、輸入決済と対外債務の返済のドル買い需要が、供給を上回ったことがあげられる。2001年の政治不安を原因とするルピアの下落以来、その後ルピア相場は安定していた。通貨危機の時に比べ、GDPに対する債務比率は、1997年の60.3%から2005年には47.2%へと低下しており、経常収支の黒字基調によって外貨準備も増加していた。しかし一方で経常収支の黒字幅は2004年から減少しており、2005年に入り、インフレ率も高くなった（表15）。

7月以降ドル買い・ルピア売りの動きは続き、8月19日には1ドル=10,000ルピアの心理的抵抗線を超え、8月末には1ドル=10,830ルピアまで下落した。こうした中で、Bank Indonesiaとインドネシア政府は、ルピア価値の安定のために、金利の引き上げや支払い準備率の引き上げ、為替介入を行う等、立て続けに対策を発表した。ルピア売りの投機的な動きを封じるために、2005年の4月以降ルピアが弱含みで推移する中で、為替・資本の取引規制を強化していた。4月にはネット・オープンポジションの規制を強化し、従来の規制である自己資本の30%の限度から、20%に引き下げた。6月14日には2001年のPBINo.3/3/PBI/2001を強化した規制、PBINo./14/PBI2005を発表し、7月14日に施行した。この規制の内容は、非居住者へのルピア送金の制限、(インドネシアにおける経済活動を超える金額のルピア送金の制限)

銀行のルピアに対して外貨買いとなるような、1非居住者とのデリバティブ取引額を3百万ドルから1百万ドルへの引き下げであった。但し投資活動のヘッジのためのデリバティブは規制の対象外となった。また実際の投資活動を奨励するために、中央銀行が銀行に顧客のスワップ取引をカバーするための3から6ヶ月の買いのスワップ・ファシリティーを提供した。

97年の通貨危機以降、インドネシアは政治的な不安定性やグローバル化した国際経済の動向により、何度かルピアが売られ、再び通貨危機に陥るのではないかという事態に直面したが、

今のところそうしたことは起きていない。この背景としては、アジア通貨危機の教訓として、ルピアを非国際化するための為替・資本規制が機能していることがあげられる。

#### (4) ブルデンス政策の強化と資本規制の同義性

ブルデンス政策の強化と資本規制の同義性について考えてみたい。日本の場合は「外国為替および外国貿易法」がある。当初は「外国為替及び外国貿易管理法」という名称であったが、自由化の流れの中、1980年と1998年に大幅な改正が行われ、現在の名称になった。この法律は貿易に伴う外国為替取引についてだけでなく、資本取引についても細かく規定されていた。大幅な改正がなされるまでは、輸出の決済にあたっても標準的決済方法が決められており、これと異なる決済を行うには、日本銀行の承認が必要であった。先物為替予約についても、「実需原則」があり、居住者が外国為替公認銀行と為替予約ができるのは、実需に基づいた経済取引の裏づけのあるものに限定されていた。「実需原則」が撤廃されたのは、1984年4月1日であった。日本の場合は、経済がかなりの発展段階に達するまでは、強固なブルデンシャル規制と資本規制を行なった。その点についてインドネシアはどうであったかは、6.で見たとおりである。

金融システムの脆弱性、銀行の管理体制やコンプライアンスの甘さといった制度上の基盤の不備が、通貨危機の原因であったとみる向きがある (Debt Intolerance 派の主張)。つまり自由化の動きに制度がついていけず、問題が露呈したという考えである。しかし、いくらブルデンシャル規制やコンプライアンスを厳しくしても、企業や銀行組織全体がダブル・ミスマッチの問題を抱えている状況下で、何かの契機で通貨が減価すれば、即座に規制遵守が困難となることは目に見えている。厳しい管理とは、本来予防的なブルデンシャル規制やコンプライアンスを旨とするものであり、資本流入を入り口で直接停止させることだけではない「間接的」な一定の規制の必要性を求めることとほぼ同義である。それは具体的には外貨借入れ比率規制、為替の持高規制、スワップ・ポジションに対する残高規制といった金融・資本取引に対して影響を与える一定の規制が考えられる<sup>105)</sup>。資本規制と銀行の為替持高制限の関係は相互に補完的である。政府は銀行に対する各種の規制によってモラルハザードが起きないようにすることは可能である。政府は厳しい資本規制を課し、民間銀行が外貨を持ったり、借りたり出来ないようにすることも可能である。これは極端なケースであるが、短期の資本の流入＝ドル建ての債務の増加を制限することが、ある状況においては必要となる。インドネシアの場合、民間企業が外国銀行から外貨で借入れをすることは自由であった。こうした状況では Net Open Position に対する規制よりも、短期資本流入に対する直接の管理が必要であった。為替、資本、

105) この点に言及しているのは打込茂子『変革期の国際金融システム』日本評論社、2003である。「新興市場国への資本流入の多くは銀行を経由するため、金融機関の非居住者業務や外貨持ち高などに対するブルデンシャル規制は、資本規制と同様の効果を持ちうる。」と前掲書73頁の注で述べている。

金融の自由化の三者は相互に重複している部分がある。また銀行に関する規制は、実質的に資本の規制にも繋がる場合が多いし、資本規制は銀行の規制にも繋がる。これは資本の流出入の窓口になるのは銀行であり、通貨の交換を行う機能も銀行にあるからである。

## おわりに

Stiglitz .Joseph E, and others<sup>106)</sup> は政府の政策は経済の実物、金融の不安定さを減少させることだと述べている。安定政策は成長戦略から切り離すことはできない。資本の自由化は成長にとってよい場合もあるが、安定にはよくないことがある。成長と安定をどのように両立させるかが、新興市場諸国にとって課題である。従来、資本の自由化を進めることに対する圧力が強かったが、通貨危機以降は制度面を強化して、金融の脆弱性を除去してから、徐々に資本の自由化を進めるべきだという意見が多くなった。しかし資本の自由化を進めるということと、ブルデンシャル規制や制度を強化するということは二律背反である。特に実物経済面も弱く、「原罪」を抱えるインドネシアの場合は、資本の性格を良く分析して、短期資本の移動については、アジア通貨危機の反省を生かして、その過剰な動きを管理する制度を整備することと、それを厳格に執行できる行政の能力を向上させることが要求される。そのためには政治・行政面での透明性を高め、民主化を正しい方向に進めることが重要である。この点については、なぜ、マレーシアで導入できた資本規制をインドネシアではできなかったのかを考えることによる、政治経済学的な分析も必要である。この問題については、マレーシアの資本規制の効果の分析を含め、今後の研究課題としたい。

2007年9月現在、インドネシアへの海外からの不動産投資や証券投資が再び盛んになっている。またシンガポールの銀行からインドネシアの企業への融資の勧誘が始まっている。2001年1月、2005年7月の非居住者とのスワップ取引の制限により、オフショアのルピア市場は実質的に消滅したので、ルピア売りからの投機の仕掛けは難しくなった。しかし、非居住者の証券投資や不動産投資には制限がなく、これらの資本に対する流出規制もないため、短期資本が不安定な動きをすることは十分予想される。通貨危機以降、特に国内の売り上げ比率の高い企業がドル建ての借入れからルピア建ての借入れにシフトする動きはある。オフショアのスワップマーケットは規制により、活動が停止したが、その分オンショアのスワップ取引が活発になり、為替ヘッジも可能になってきている<sup>107)</sup>。しかしダブル・ミスマッチの問題は基本的に解決されたわけではないので、アジア通貨危機の教訓をまだまだ忘れてはならない。

106) Stiglitz. Joseph E, and others, *Stabilization and Growth*, Oxford Press 2006, pp. 233-234.

107) スワップ取引の受け皿になっているのは、ルピア預金を持っている外国銀行のジャカルタ支店である。彼らは、インドネシアの居住者として扱われるので、スワップ取引もネット・オープンポジションの範囲であれば、自由に行うことができる。

本研究に関しては「立教大学学術推進特別重点資金 大学院生研究」の助成を受けた。ここに謝意を表したい。